岡三アセットマネジメント

マーケット情報

情報提供用資料

2019年10月10日

低金利下における配当利回り重視の投資戦略

ー内部留保を考慮した銘柄選別に注目ー

- **世界的にインフレが低下しており、日本においても1990年代初めのバブル崩壊後のデフレ経済からは脱したものの、物価が上がり難いディスインフレな状態が続いています。**
- **日銀の超低金利政策は長期化する見通しであり、円資産で高い利回りの獲得が期待できる投資対象として現在、J-REIT（東証REIT）への資金流入が続いていますが、日本株においても利回りの高い銘柄については、今後、資金流入が本格化する可能性があると考えています。**

ディスインフレな状態が続く見通しの日本経済

世界的にインフレの低下傾向が続いています。日本においても1980年初頭には約8%の物価上昇となっていましたが、1990年代初めのバブル崩壊以降、デフレが長期間続きました。現在はデフレから一応脱してはいるものの、なかなかインフレ圧力が高まらないディスインフレな状態が続いています。

足元、月次の消費者物価で見る日本のインフレは、前年比+0.5%前後で推移しており、1%を下回る状態が1年近く続いています。IMF（国際通貨基金）によれば、抑制的なインフレは今後も続く見通しであり、5年後の2024年においても、消費者物価は1%台前半から1%台半ばの上昇に留まるとみられており、インフレ圧力の弱い状態が続く見通しです（図表1）。

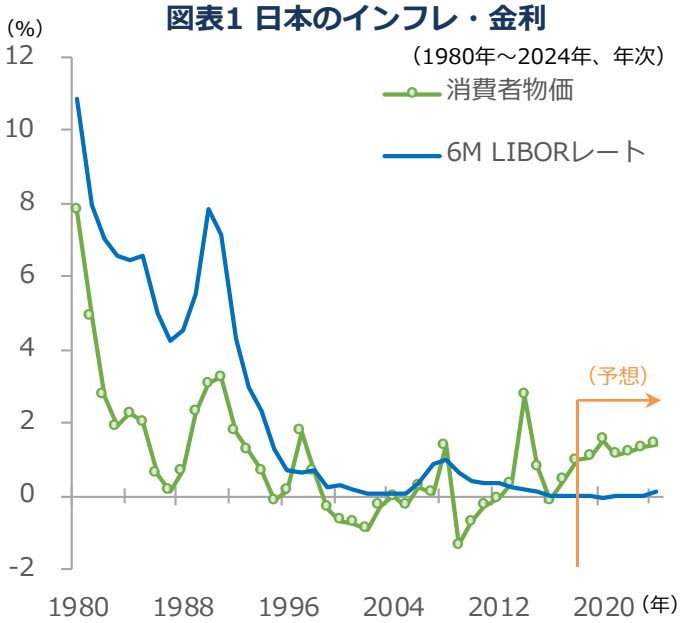
インフレ圧力の弱さを背景に超長期金利もゼロに接近

インフレ圧力の弱さを背景に超低金利も長期化する見通しです（図表1）。

国債利回りは、2015年末以降、2年国債はマイナス利回りで推移しており、5年国債についても2016年初頭以降、マイナス利回りが続いています。また、10年国債利回りについては、日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した2016年9月以降、概ね0%を挟んで推移していましたが、年初以降、FRB（連邦準備制度理事会）のハト派姿勢への転換などを受けて、金利低下に拍車がかかりマイナス利回りで推移しています。

20年債、30年債といった超長期債の利回りも、9月には各々0.02%台、0.10%台まで一時低下しており、利回りはゼロに近づいています（図表2）。

図表1 日本のインフレ・金利



（注）データは前年比
（注）2019年以降はIMF予想、金利の2021年以降は当社予想
（出所）IMFのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

図表2 日本の国債利回り

（出所）Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

J-REITに向かった利回りを求める投資資金

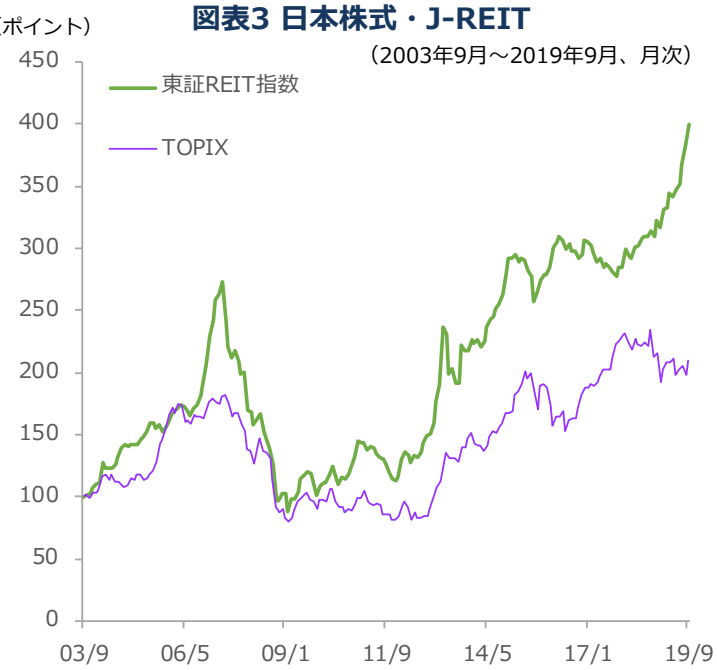
短期・中期・長期の国内金利がマイナス利回りとなり、超長期金利についてもゼロに近い水準まで低下するなか、利回りを求める投資資金はJ-REITに向かいました。特に、昨年後半頃からそうした動きが顕著となり、東証REIT指数は日本株（TOPIX）を大きくアウトパフォームする動きとなっています（図表3）。

J-REITの利回りは3.49%※1であり、価格上昇により利回りは直近のピークより低下しているものの、依然として他の円資産の利回りに比べて高水準にあると言えます。

日本株の配当利回りは2.48%※2であり、J-REITに及びませんが、その他の円資産に比べると、為替リスクを負いたくない本邦投資家にとって魅力的な水準にあると考えられます。

※1：東証上場REITの予想分配金利回り（加重平均、2019年9月末時点）
※2：東証一部上場株式の予想配当利回り（加重平均、2019年9月末時点）
（※1・２ともにQUICKのデータを使用）

図表3 日本株式・J-REIT



（注）2003年9月末を100として指数化
（注）指数は配当金（分配金）込み
（出所）QUICKのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

内部留保を考慮した高利回り銘柄の選別

昨年後半以降、日本株（TOPIX）のパフォーマンスがJ-REITに劣後した要因としては、世界的な景気減速などを背景とした業績下方修正への懸念があり、日本株の高利回り銘柄についても、業績下方修正による減配への懸念があったためとみられます。

そこで仮に減配リスクが相対的に少ない企業を選別投資した場合、具体的には企業の内部留保を考慮したうえで、配当利回りの上位の銘柄を選んで投資した場合を見てみると、パフォーマンスがTOPIXよりも改善する可能性があることが窺えます（図表4）。

米中貿易摩擦の行方や、英国のBrexit問題など、当面、外部環境に起因する下押しリスクが残存するとみられます。こうした不透明な外部環境のもと配当利回りが高く、且つ減配リスクが相対的に少ないと考えられる銘柄への選別投資は、為替リスクのない円資産での運用を望む投資家にとって、魅力的な選択肢のひとつになるのかもしれません。

図表4 日本株式・配当利回り上位銘柄・J-REIT

（注）2003年9月末を100として指数化
（注）指数は配当金（分配金）込み
（注）配当利回り上位銘柄：2003年9月末時点のTOPIX採用銘柄から利回り上位25銘柄で構成（ネットキャッシュ比率で内部留保を考慮）
（注） ネットキャッシュ比率：（手元流動性-有利子負債）/資産合計
（注）等金額投資（リバランスなし）によるシミュレーション
（出所）QUICKのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
  また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間における ファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

■ お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%（税抜3.5%）

■ お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

■ お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%（税抜1.90%）
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%（税抜0.012%）
※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

●お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商　　号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登　　録：金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

＜本資料に関するお問合わせ先＞
フリーダイヤル　**0120-048-214**　（9:00～17:00　土・日・祝祭日・当社休業日を除く）